

公開買付価格における株主平等取扱いの要請と 支配権取引原則との交錯点の検討

—Best-Price Rule の考察を中心に—

濱 村 実 子

I はじめに

II Best-Price Rule

(1) original Best-Price Rule

(2) Best-Price Rule と公開買付時の個別契約

III Best-Price Rule と支配権プレミアム

(1) 支配権プレミアムの正当化根拠

(2) 公開買付における支配権プレミアム

(3) 小括

IV 日本法への示唆

VI おわりに

I はじめに

近年、我が国では上場会社による企業買収が活発に行われており、特に、買収会社が対象会社株式を買取り、その支配権の取得またはその強化を行う為の効率的なスキームとして、公開買付が利用されている¹。公開買付制度の利用に当たり、特に議論となるのが公開買付価格（以下、「買付価格」とする。）の妥当性・公平性に関する問題である。日本の公開買付規制では、金融商品取引法

1 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務、第3版、2013年）357頁。近藤光男・志谷匡史・石田真得・釜田薫子『基礎から学べる金融商品取引法』（弘文堂・第2版・2013年）114頁。

(以下、「金商法」とする。) 27条の2第3項により、買付価格の均一性が要請されている。これは、株主の平等を図るという観点から、買付等の条件の中心をなす買付け等の価格については、買付け応募者が公平に扱われるよう均一の条件によるものと説明される²。

ところで、株式市場で取引きされている株式の価格は基本的には少数派株主間の取引価格とされるが、市場内での相対取引が許容される範囲で株式を取得する場合は、その株式対価を均一に設定することは要請されない³。しかし、上場会社の支配権の帰趨を左右する量の株式(以下、「支配株式」という)の移転が生じる相対取引が行われる場合、当該取引対象株式の数は公開買付規制が適用される数量に達するのが通常である。我が国では、支配株式について、いわゆる支配権プレミアムが存在することについて肯定的な見解が多数を占めている。他方で、我が国の公開買付規制においては、価格の均一性が要請されており、この趣旨は支配権プレミアムの少数派株主への分配であると説明されている⁴。支配権プレミアムの平等な分配は、企業価値を高める取引を抑制すると指摘もなされているにも関わらずである⁵。

他方、米国においても、株主は自由に株式を売却でき、支配株主はその保有株式にかかる支配権プレミアムを取得し得るという原則(以下、「支配権取引の原則」とする。)がより普遍的に確立しているとされるが⁶、公開買付においては全ての株主に平等に買付価格が支払われることが要求される。1934年証券取

2 証券法研究会『金商法大系 I 公開買付け (2)』(商事法務、2012 年) 35 頁。

3 市場内取引に公開買付規制が適用されない理由は、一般に、市場内取引が、①誰でも参加できる公開の取引であって、②競争売買により取引価格が形成され、③取引数量及び価格が公表され、取引の透明性が一定程度確保されているからであると説明されているとする(金融商品取引法研究会 研究記録第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」(2012 年) 14 頁)。

4 近藤・吉原ほか・前掲注 (1) 356 頁、黒沼悦郎「強制的公開買付け制度の再検討」商事 1641 号 (2002 年) 57 頁。

5 黒沼・前掲注 (4) 58 頁。

6 John C. Coffee, *Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions while Chilling Inefficient Ones?*, 21 Del. J. Corp. L. 359, 360 (1996) available at West Law.; Curtis J. Milhaupt『米国会社法』(有斐閣、2009 年) 162-163 頁。

引所法 (Securities Exchange Act of 1934、以下、「取引所法」または「Rule」とする。) 14d-10 がその規定にあたり、金商法 27 条の 2 第 3 項における買付価格の均一性の規定はこれと同趣旨であると解説される⁷。Best-Price Rule とは、公開買付期間中に買付者が買付価格を引き上げた場合には、引き上げ前に提供していた株式を買付ける場合にも引き上げ後の価格を適用しなければならないとするルールである⁸。つまり、公開買付では Best-Price Rule によって買付け価格における株主の平等な取扱いが要請され、全ての株主に、支配権プレミアムが付された同一の価格で保有株式を売却する機会を提供すること (均等の機会: equal opportunity) が求められている⁹。このように、支配株式の対価には支配権プレミアムが付され、当該株式を誰が保有するかにより異なる価格で取引されることが当然に想定されている¹⁰一方で、公開買付では Best-Price Rule によって均等の機会が強制されるのはなぜだろうか。公開買付制度が利用される場合には、支配権取引の原則に優先して少数派株主に均等の機会を保障する理由が存在するのであるか。

本稿では、株式価値における株主間の取扱いに関して一見相反すると思われる、米国法上の公開買付規制である Best-Price Rule、及び、支配権取引の原則との関係及び交錯点を検討していく。この検討から、日本における買付価格の均一性規制の在り方を考える上での示唆を得ることを目的とする。

7 岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法【第1巻】定義・情報開示』695頁〔関口智弘〕(金融財政事情研究会、2011年)694頁、注(140)。証券法研究会・前掲注(2)35-39頁、注(5)(7)。

8 Beverly L. Jacklin, J.D., Annotation, Construction of "best-price rule" of Williams Act amendment (§ 14(d)(7)) to Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C.A. § 78n(d)(7)) requiring makers of tender offer to offer best price to all securities holders, 100 A.L.R. Fed. 444, § 2[a] (1990), available at WL-ALR. また、邦語による解説として、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 アメリカ法ベーシックス 5』(弘文堂、第2版、2004年)188頁。

9 Milhaupt・前掲注(6)164頁。すなわち、上場会社における公開買付では、Williams法により、全株主向けにある種の機会均等が強制されていると指摘される(同164頁、注(3))。

10 Coffee, *supra* note 6, at 360; Milhaupt・前掲注(6)163頁。

II Best-Price Rule

(1) original Best-Price Rule

1968年、Williams 法制定時の Best-Price Rule¹¹は、買付者は、公開買付期間終了日までに買付け条件等を変更し、買付価格を引き上げた場合、公開買付対象株主に対してその引き上げ価格を支払うものとする、という旨を規定していた。これは、当時、有効な公開買付に応募した株主に対して不公正な扱いがなされる事例が無数に生じていたことが背景にあり、典型的には、「law ball bidding practice」と呼ばれる取引手法が多く見られたという¹²。この手法は、買付開始時は低い買付価格を提示しておき、後に、更に株主を誘引する為に買付価格を引き上げるというものである。このような公開買付により、買付価格引き上げ前に応募した株主は低い買付価格を受け取ることになる。また、買付者によって恣意的に買付価格が変更される為、株主は当該公開買付について適切な検討を行うことができないといった不利益を被ったとされる¹³。更に、株主らが、買付価格が引き上げられるまで公開買付に応募しないという選択をすることによって、効率的な公開買付の妨げになるという問題も生じていた¹⁴。

そこで、このように明らかに不正が見られる公開買付を規制することを意図して、1986年に Best Price Rule の第1回目の改正がなされた¹⁵。この1986年改正では、「公開買付けに従って全ての株主に支払われる対価は、その公開買付中に他の株主に支払われた最高額の対価」でなければならないと規定された¹⁶。

11 15 U.S.C. § 78 n (d)(7) (1994) (West Law).

12 Emmanuel U. Obi, *SEC Rule 14d-10(e)(2) Amendment: Is this the Optimal Solution to the Tender Offer "Best-Price Rule" Dilemma?*, 35 No.4 Securities Regulation Law Journal 3, ¶ 2(A) (2007) available at West Law.

13 *Id.*

14 Ben Walther, *Employment Agreements and Tender Offers: Performing the Problematic Treatment of Severance Plans Under Rule 14D-10*, 102 Colum. L. Rev. 774, 780 (2002) . available at West Law.

15 17 C.F.R. § 240.14d-10 (West Law).

16 Best-Price Rule による規制に対して、“law ball bidding practice”に相当する取引を規制し株主に均等の機会を保障することは株主にとってむしろ不利益となるという批判もある (Richard A Booth, *The Problem with Federal Tender Offer Law*, 77 Cal. L. Rev. 707, 715 (1989) available at West Law.)。

ところで、米国では、公開買付を伴う会社買収・合併における役員のインセンティブ報酬取引が実務上広く行われており¹⁷、1986 年改正法下では、そのようなインセンティブ報酬取引と関連して、Best-Price Rule に基づく判例・議論が展開された。すなわち、少なからず対象会社株式を保有する対象会社取締役等に対する個別の契約が、他の株主には支払われなかった追加的な公開買付対価であるとして、その差額の支払いを請求する訴訟が多発した。そのような公開買付け時の個別契約が Best-Price Rule に違反するか否かという問題につき、裁判所の判断基準は明確に示されなかったが、米国の議論によれば以下のような基準に大別されている。ここでは、公開買付時になされたインセンティブ報酬等の個別契約と Best-Price Rule との関係が問題となった裁判例・判例、及び学説を概観する。

（２）Best-Price Rule と公開買付時の個別契約

1. Integral part (functional) test & Timing (Bright-Line) test

Best-Price Rule と公開買付時個別契約の問題について扱った最初の事件は Field v. Trump 事件¹⁸である。同事件は、まず、Trump が対象会社に対して買付価格を 1 株 22.50 ドルとする公開買付を公表した（第 1 公開買付）。その公表の 4 日後に Trump は第 1 公開買付を撤回し、対象会社の大株主であり取締役であった Stroum に対し、その保有株式を 1 株 23.50 ドルで買取る契約、及び“fee and expenses”として 900,000 ドルを支払う契約を締結した。これらは 1 株当たり換算すると 25.00 ドルに相当した。この契約締結の翌日、Trump は、1 株 23.50 ドルを買付価格とする新たな公開買付を公表した。そこで対象会社株主は、

17 米国における会社買収では、公開買付ないしは買収取引を成功させる為、対象会社の役員・従業員と買収者との間でなされる報酬、退職金、一時金といったインセンティブ報酬契約、買収後会社運営を円滑に行う上で人的資本を確保するために対象会社取締役にプレミアムを支払う契約、そして競業避止契約等が締結されることが少なくないといわれる（Mark Khmelnskiy, *Struggling Transactions Outside All Holders/Best Price Rule*, 9 Fordham J. Corp. & Fin. L. 501, 504-06 (2004) available at West Law. ; 海外情報「米国におけるベスト・プライス・ルール改正とマネジメント・ロール・オーバー」商事 1845 号（2008 年）76 頁。

1株25.00ドルに見られる1株1.50ドルのプレミアムが Stroum に支払われており、このプレミアムの支払いは Best-Price Rule に違反すると主張し、訴えを提起した。本件では、第1回公開買付の撤回後に公表された新たな公開買付が、第1回公開買付と継続していたか否か、という点が着目された。この点につき、第2巡回区裁判所は、公開買付者は当該買付期間中、当該公開買付によらずに買付対象株式の買取りを行ってはならないとする別途買付の禁止 (Rule10b-13(a)) を確認し、次のように判示した。「大株主に対する差別的なプレミアムの支払いを許容し得るような撤回に有効性を与えることは、『best-price rule』を無意味に」し、そして差別的なプレミアム付きの買取りがなされた後に、「『新たな』公開買付が続いて行われれば、『best-price rule』は完全に強制不能になる」とし、よって、「買付者が初めの公開買付を撤回し、新たな公開買付というラベルを用いたとしても、その間になされた株式の買取りが私的取引かそれとも初めの公開買付に継続する取引なのかを決定付ける判断要素にはならない。」と述べている¹⁹。そして裁判所は、公開買付撤回が真に有効か否かという点について、対象会社の支配権獲得が断念されたか否かを判断することが有効であると示し、本件は「第1公開買付の撤回が Stroum との交渉を意図」してなされ、そのような交渉は「対象会社の支配権獲得の意図が継続していた」と判示した²⁰。その上で、2つの公開買付が「統一性」を有しているか否かを判断する際には以下の要素を評価することが有益であるとした：「(1) その公開買付はひとつの買収計画の部分であるか；(2) その公開買付は同じ種類株式の購入を含んでいるか；(3) その公開買付はおよそ同じ時になされたか」²¹。本件の事実を照らしてこれらの要素を考慮すると、本件第1回及び第2回公開買付はひとつの統一された公開買付とみなされ、問題となっている1株1.50ドルのプレミアムの支払いは Rule14d-10 に違反すると判示された。

18 *Field v. Trumpp*, 850 F.2d 938 (2d Cir. 1988).

19 *Id.*, at 944.

20 *Id.*, at 945.

21 *Id.*

このように、株式が私的な交渉取引または公開買付の一部で買取られた場合に、当該公開買付の状況を検討し、その状況を踏まえて当該個別契約を評価する²²、という基準は **Functional Test** と呼ばれる。

Functional Test とほぼ同様の基準が、**Integral Part Test** と呼ばれる基準である。これは、問題となっている個別契約が、公開買付の一部として重要なものか否か、特に、公開買付を達成させる上で相対的に重要か否かを重視して審査するとされる基準である²³。

この基準が示された判決が、**Epstein v. MCA** 判決である²⁴。本件は、**Matsushita Electrical Co. Ltd.** (以下、「ME」とする。)が **MCA, Inc.** (以下、「MCA」とする。)株式を公開買付する際に、MEが、MCAのCEOであり大株主であった **Wasserman** に対し、彼の保有株式との交換でME子会社の優先株式(配当性向が高く、相続税上の優遇措置が期待できた。)を発行し、また、当該ME子会社に対し、**Wasserman** が保有していた株式の買付け価格総額の106%に相当する額を出資することで間接的に **Wasserman** が経済的利益を得る内容の個別契約が締結された事案である。本件個別契約は、以下の点で本件公開買付の条件に依拠していた。すなわち、第1に、本件公開買付が成功しなければ、MEも **Wasserman** も本件個別契約の履行義務を負わないとされたこと、第2に、本件個別契約履行のタイミングは本件公開買付に拘束されていたこと、第3に、当該ME子会社への出資額が当該買付価格に依拠していたことが挙げられた。そして、**Field** 判

22 See, Michal D. Ebert, “During the Tender Offer”(or Some Time Near IT): Insider Transactions under the All Holders/Best Price Rule, 47 Vill. L. Rev 677, 688 (2002). available at West Law.

23 Ebert, *supra* note 22, at 689.

志谷匡史「公開買付けにおける Best Price Rule の解釈」商事 1685 号 (2004 年) 46 頁では、**Functional Test** は、問題となる個別契約が「公開買付と機能上一体化しているか否かを問うもの」であり、**Integral Part Test** は、個別契約の「公開買付の成否に対する影響の大きさを問うもの」と説明されつつ、「両アプローチの適用の結果に実質的な違いはないと考えてよからう。」と述べられている。

また、後述する **Timing Test** との比較で、**Integral Part Test** は、当該個別契約が公開買付期間内で行われたか否かについては考慮しないとされる (**Obi**, *supra* note 12, ¶ II(B).)。

24 **Epstein v. MCA, Inc.**, 50 F.3d 644 (9th Cir. 1995).

決で示された **Functional Test** に言及し、本件の上記事実は本件公開買付の成否にとって **integral part** であったと判示した。但し、株式の私的取引と公開買付がひとつの買収計画であるという事実自体が、**Rule14d-10** に違反するわけではなく、対象会社株式の私的取引が公開買付に近接して行われたとしても、その取引条件がすべて当該公開買付と独立していれば **Rule14d-10** に違反しないと示した。被告である ME が、**Best-Price Rule** は『『明確に定義された公開買付期日』の間のみ規制』範囲としているとの見解を述べ、本件個別契約は公開買付終了後に履行された為、**Best-Price Rule** に違反しないと主張したが、これに対し、第 9 巡回区裁判所は「条文には『公開買付期日』という文言について特定の期日的枠組みが規定さ」れておらず、「Williams 法の目的を達成するため、公開買付の定義を柔軟に適用する必要がある」と述べ、公開買付時における個別契約の締結ないしは履行がいつなされたかを判断基準とする見解を明確に否定した。

2. Timing (Bright-Line) Test

Functional Test 及び **Integral Part Test** と比較して、より明確な評価基準として示されたのが、**Timing Test** ないしは **Bright-Line Test** と呼ばれる基準である。これは、公表された公開買付期日の開始前、及び終了日後に締結または履行された個別契約は、**Best-Price Rule** に違反しないとする基準²⁵とされる。この基準が示されたのが、*Lerro v. Quaker Oats Co.* 判決²⁶である。同事件は、*Quaker Oats Company*（以下、「*Quaker*」とする。）が対象会社株式の 35%を保有していた大株主に対してのみ、買収後、当該大株主が設立した会社に対し製品の独占販売権を付与する契約が締結され（以下、「本件個別契約」とする。）、他の株主には付与されない経済的利益が供与された事件である。第 7 巡回区裁判所は、買付者は公開買付期間中に公開市場または交渉取引によって別途株式を売買することは禁止されている（**Rule10b-13(a)**）が、公開買付期間外で取引を行うこと

25 Ebert, *supra* note 22, at 693.

26 *Lerro v. Quaker Oats Co.*, 84 F. 3d 239 (7th Cir. 1996).

は自由であるとし、本件個別契約は公開買付期日の3日前に完了していた為、Best-Price Ruleには違反しないと判示した。原告がField判決を引用し、Quakerと当該大株主との個別契約は公開買付に不可欠であり、Functional Testに基づきRule14d-10に違反すると主張したのに対し、裁判所は、本件個別契約が当該公開買付不可欠であったという事実を認めながらも、公開買付時の個別契約に関しては、「何が」付与されたか、ではなく「いつ」付与されたかが問題であると強調した²⁷。

3. Katt v. Titan Acquisition²⁸

Timing Testを支持する意見を示しながら、Integral Part Testに基づいてBest-Price Ruleを解釈する場合の要件を明確に示したのがKatt v. Titan Acquisition判決である²⁹。

本件は、Titan Acquisition Ltd. (以下、「Titan」とする。)がInternational Comfort Product (以下、「ICP」とする。)に対して公開買付を実施する際に、ICPの取締役兼株主とインセンティブ報酬契約を締結し(以下、「本件報酬契約」とする。)、本件報酬契約がBest-Price Ruleに違反するか否かが争われた。本件報酬契約は、Titan及びその社長、Titanの親会社及びその取締役、そしてICP取締役らとで

27 "our case is about "when" rather than "what."'" *Id.* at 246.

また、第7巡回区裁判所は、公開買付に近接して行われる公開買付外での私的な株式購入(対価は買付価格と異なる。)は、最終的に全ての株主にとって利益的な結果となる例を挙げている(*Id.* at 243.):例えば、対象会社株式が市場において20ドルで取引されているが、その株式の30%を保有する大株主は30ドル以下では売却するつもりはないと仮定する。一方、潜在的買付者はその会社全体について1株25ドルと評価し、全ての株式に対して買付価格25ドルで公開買付を提案したとする。しかし、当該大株主が当該公開買付に応募することはないため当該公開買付は失敗に終わる。対して、公開買付開始前に買付け者が支配グループに対し別途30ドルを支払い、そして残りの株式を1株22ドルの公開買付で買取ることができれば、その公開買付は実現可能であり、全ての投資家が利益を見込むことができる。

但しこの例は、大株主が主張する30ドルという価格が虚偽的であり、また、22ドルという市場価格が当該会社価値を過小評価している可能性を無視しているという指摘がなされている(Coffee, *supra* note 6, at 333 n.61)。

28 Katt v. Titan Acquisition, 244 F.Supp.2d, 841 (M.D. Tenn. 2003).

29 Christopher E. Austin& Justin S. Anand, *Federal Court Clarifies the Application of the "Best Price Rule"*, 6 No. 8 M & A Law.10 (2003), available at West Law.

交渉され、その内容には ICP と ICP 取締役らとで締結されていたゴールデンパラシュートも含まれていた。ICP 株主である Katt は、Integral Part Test に基づき、本件報酬契約は当該 ICP 取締役らの保有株式に対する対価であり、そして、公開買付の成功に依拠していたと主張した。裁判所はまず、Integral Part Test ないしは Timing Test のいずれの解釈基準を採用すべきかについて、政策的または立法的経緯において Integral Part Test のような拡張した解釈は求められていないと説示した³⁰。そして、Timing Part Test に基づき、本件報酬契約は公開買付期間外でなされていた為 Best-Price Rule に反しないと判示した。

一方、Integral Part Test に基づいて判断するとしても、原告は以下の 2 点を立証しなければならないと示した。第 1 に、問題となっている契約が完全に公開買付に基づいて条件づけられていること、あるいは、公開買付の integral part であること、第 2 に、その契約が、対象会社取締役に対し、その保有株式を公開買付に応募するよう誘引することが意図されていたこと、を立証する必要があるとの見解を示した³¹。

4. 小括

Best-Price Rule の適用を巡る基準はこのように大きく異なり、両基準とも問題点を含んでいることが指摘された。Integral Part Test は、公開買付ないしは買収に伴って買付け者と対象会社取締役ないしは大株主とが個別契約を締結することが実務的に広く行われていたことから、そのほぼ全ての個別契約が Best-Price Rule に違反すると判断され、事業取引きの確実性が損なわれると指摘された³²。更に、問題となる大株主ないしは取締役を含め、公開買付に参加

30 その理由として、Best-Price Rule につき拡張的な解釈を採用することで訴訟を増加させ、また、公開買付時になされる報酬契約等に裁判所が干渉することになり、そのような報酬契約の有効性が失われる、と示した *Walker v. Shield Acquisition Corp.*, 145 F. Supp. 2d 1360, 1377-78 (N.D. Ga. 2001) を引用している (*Katt*, 244 F.Supp.2d, at 854.)。

31 *Katt*, 244 F.Supp.2d, at 857-58.

32 *Walther supra* note 16, at 12, また、買収者が当該株主にプレミアムを支払う際には、公開買付価格に依拠することが多いと指摘される。

する株主間の不公平性の立証が十分になされないという懸念が示された³³。一方 Timing Test は、公開買付期間外という言葉は逃げ道が生じること³⁴、また、裁判所が当該個別契約について慎重な事実審理を行う必要がないため、明らかに Best-Price Rule の趣旨に反する差別的な取引が行われた場合であっても、形式的なタイミングの問題で責任を免れる結果となると指摘された³⁵。そして Katt 判決では、株主平等の保護規定として明確性が求められるという政策的・立法的観点から Timing Test が適切であると述べつつ、Integral Part Test に基づく解釈を完全には否定しない立場を明らかにした。Integral Part Test に基づく場合は、当該個別契約が公開買付の integral part であるという事実的な立証だけではなく、対象株式を少なからず保有している対象会社取締役を公開買付へ誘引する意図を買付者が有していたという立証まで原告は行う必要があると示した。すなわち、Integral Part Test の適用をより厳格にし、実質的に、買収者が負っていた訴訟リスクを軽減したと評価される³⁶。

このように、裁判所による統一的な解釈がなされなかったことから、公開買付の利用によって高い訴訟上のリスクを負うことが懸念され、企業買収における公開買付の利用が避けられるようになった。そして、いわゆる long form merger のスキームが選択される傾向が高まり、Best-Price Rule の適用に関する判断基準の不確実性が原因で効率的な合併・買収取引が妨げられていることが懸念され、2006 年の大幅な改正に至ったと説明される³⁷。

33 Obi *supra* note 12, ¶ II(B).

34 Walther *supra* note 14, at 801.

35 Obi *supra* note 12, ¶ II(B).

36 Michael A. Akiva, "During the Tender Offer" or Some Time Around It: Helping Courts Interpret the Best-Price Rule, 7 Transactions: Tenn. J. Bus. L. 353, 375-76 (2006), available at West Law.

37 Obi *supra* note 12, ¶ II(C).

2006 年改正の主要な改正点は、以下の 3 つが挙げられる：(1) 文言の明確化 (Rule14d-10(a))；(2) 適用除外の規定 (Rule14d-10(d)(1))；(3) 報酬委員会等の承認に基づくセーフ・ハーバー (Rule14d-10(d)(2))。(AMENDMENTS TO THE TENDER OFFER BEST-PRICE RULES 2006 WL 3103705, 1)

III Best-Price Rule と支配権プレミアム

それでは、支配権取引の原則との関係では、Best-Price Rule はどのように捉えられるのであろうか。以下では、まず（１）で、株式価値として支配権プレミアムを付することが許容される場合及び許容されない場合があるのではないかと、との見解を示す。そして（２）において、（１）で検討した支配権プレミアムの正当化根拠が、公開買付においてどのように影響するかという点を検討する。

（１）支配権プレミアムの正当化根拠

支配株式価値に認められる支配権プレミアムの支配権とは、その会社を事実上支配する力を言うとして説明される³⁸。そして、Milhaupt 教授は、一般に買収者が支払う支配権プレミアムの根拠は、以下の２つに大別されると説明される³⁹。第１は正当な理由（legitimate reason）といわれ、買収者が対象会社支配権の獲得後に対象会社をより効率的に経営し、少数派株主の保有株式の価値も増大させるものである。第２は正当でない理由（non-legitimate reason）といわれ、買収者が対象会社支配権取得後に少数派株主には利益を享受させない形で対象会社資産を買収者（支配株主）に移転させるものである。また、Coffee 教授は、支配権取引が行われる動機として、取引きの効率性を促進させる動機、及び、支配権による私的利益の消費を意図する非効率的な動機に分けられると説明される⁴⁰。両者は、支配権取引及び支配権プレミアムに対してほぼ同義の見解を示していると思われる。すなわち、支配権取得後に会社経営を効率化することが意図される場合に、支配権取引を行い、その際に支配権プレミアムを支払うことが正当化されると解される。つまり、支配権プレミアムの支払いが、会社経営の効率化が意図された支配権取得のための費用として見なされる場合に、

38 Milhaupt・前掲注（６）162 頁。また、通常の場合、実際の株主総会で過半数をコントロールする力（過半数の取締役の選任が可能。）と説明されるが、実際の支配の認定は事例ごとに行われるため、画一化された基準はないと説明される。

39 Milhaupt・前掲注（６）163 頁。

40 Coffee, *supra* note 6, at 363.

前支配株主に支配権プレミアムが帰属することが許容されると言えるのではないだろうか。逆に、その支配権利益が私的に利用されるに過ぎない場合は、支配権プレミアムの支払いは正当化されないと解される。

すると、Best-Price Rule が支配権プレミアムを買付価格に等しく付すことを要求しているのは、公開買付を利用して支配権取引が進められる際に、(a) 支配権プレミアムが、会社経営の効率化が意図された支配権取得のための費用として支払われたとは見なされず、(b) 支配株主がその支配権利益を私的に利用する場合を想定しているということを意味するのではないだろうか。

そこで、Ⅱ章で概観してきた Best-Price Rule の立法、判例・裁判例及び学説の経緯から、上記 (a) 及び (b) の要素が認められるか否かを検討する。

(2) 公開買付における支配権プレミアム

まず、Best-Price Rule が最初に Williams 法に規定された背景から検討する。Williams 法制定当時に問題となった law ball bidding practice では、最初に低い買付価格が提示された後、恣意的に徐々に引き上げられるという慣行がなされていた為、目標応募株式数を可能な限り低い価格で確保するために買付価格が操作されていたと言え、支配権取得の為に支配権プレミアムを支払うということ自体が想定されていなかったと考えられる。よって、(a) 要素が認められると思われる。(b) 要素については、このような公開買付に応じた支配株主、及び、公開買付の結果支配株主となった買付者が、支配権利益をどのように用いるかを別途検討する必要があるため、ここでは判断し難い。

次に、Best-Price Rule 及び公開買付時の個別契約との関係が問題となった場合における (a) 及び (b) の要素の有無について検討する。当該公開買付による会社支配権移転後に円滑に会社経営を進める為、少なからず対象会社株式を保有する取締役と買付け者との間でインセンティブ報酬等の契約が締結されるという点では、(a) 要素は該当せず、むしろ当該公開買付及びこれに伴う買収

取引き、そしてその後の会社経営の効率性を高める為の費用と評価し得る⁴¹。しかし一方で、対象会社取締役に限り特別なプレミアムが付与されることで、当該公開買付に対し当該取締役が反対するインセンティブを弱める可能性が指摘される⁴²。また、事前に開示される公開買付の情報にバイアスがかかり得るとの懸念も示されており⁴³、この点において、買付者あるいは対象会社取締役が支配権利益を私的に利用する可能性が考えられるため、(b) 要素が該当すると思われる⁴⁴。

(3) 小括

以上の検討の結果、Best-Price Rule は、(a) 支配権プレミアムの支払いが、会社経営の効率化が意図された支配権取得のための費用とは見なされず、(b) 支配株主がその支配権利益を私的に利用することが想定される場合に、支配株主

41 Coffee 教授は、Epstein 判決に関する言及の中で、ME が支配株式の取得を担保しておくための個別契約を締結することにより、当該公開買付が非支配株式の取得に終わるのを回避しようとする自体が好ましくないとは、本質的には思われないと指摘されている。そして、Best-Price Rule によって株主間で対価に差が出ないよう規制され、支配株式を確実に取得するという意味で効率的な公開買付を成功させるべく締結される個別契約が規制されるという点は、Best-Price Rule に対して決定的な批判になるという趣旨を述べられる。そして、Best-Price Rule の適用範囲が拡張されると、「Rule14d-10 により “best-price” rule の適用範囲内で（公開買付の：筆者補足）前後に行われる私的な株式取引きが一掃され」、支配権取引の原則が覆され得ると指摘されている（Coffee, *supra* note 8, at 367-77.）。

42 Akiva, *supra* note 38, at 369-70.

43 *Id.*

44 Best-Price Rule と公開買付時の個別契約との関係に見られる (a) 及び (b) 要素は、緊張関係にあると思われる。すなわち、効率的な取引きの促進（つまり、(a) 要素を弱めること。）に重きを置けば、(b) 要素を強めることになると考えられる。逆に、(a) 要素に重きを置いて個別取引を基本的に認めるとすれば、(b) 要素が強くなる可能性がある（但し、個別取引きを認めつつ公開買付における情報開示義務を強化することで、(a) 及び (b) の緊張関係は解消されるかもしれない。）。

このような緊張関係を考慮したと思われるのが Katt 判決である。本判決では、Timing Test を採用して効率的な公開買付の遂行に重きを置きつつ、Integral Part Test を採用した場合に「当該個別契約が、その相手方を公開買付に誘引しようとする意図で締結された」ことを立証要件に追加したことから、利益供与に近い取引きがなされたことに関連し (b) 要素が強く伺われるか否かを判断基準としたのではないかと推測する。

に限り支配権プレミアムが支払われることを禁じているということが導かれた。特に、公開買付時に契約されるインセンティブ報酬等の支払いは、(a) 要素が弱められながらも (b) 要素が懸念されることから、**Best-Price Rule** の適用が問題とされてきたのではないかと考えられる。

公開買付時のインセンティブ報酬等と (a) 要素の關係に着目すると、支配権プレミアムは、対象会社取締役（前支配株主）が公開買付後の会社経営の効率化に寄与することに対する報酬として正当化されていると見なされる。これは、**Best-Price Rule** の 2006 年改正において、対象株式の対価として支払われる差別的なプレミアムを規制し、保有株式数に基づいて算定されない限りインセンティブ報酬等の雇用上の利益は基本的に規制しないとする趣旨と親和的であると考えられる。更に言えば、公開買付においては、会社支配に影響を及ぼし得るだけの一定の株式数にかかるプレミアムは、もっぱら支配株主に帰属する支配権プレミアムとしては認められていないと解されるかもしれない。

IV 日本法への示唆

米国法上の支配権プレミアム及び買付価格に関するこれまでの検討から、最後に、我が国における、インセンティブ報酬等に対する買付価格の均一性規制がどのように適用されるべきなのか若干の検討を行う。

我が国において、公開買付時のインセンティブ報酬等の契約が金商法 27 条の 2 第 3 項に違反するとして実際に争われた事例は未だ見受けられないと思われるが、この問題に関して金融庁が次のような見解を示している⁴⁵。すなわち、「取締役に対して約束した『報酬』が、当該株券等の対価としての性質を有すると認められるときは、『均一の条件』に反すると考えられ」、当該「報酬」が当該株券等の対価としての性質を有するか否かの判断を行う際の留意点の例を

45 金融庁「株券等の公開買付に関する Q&A」（2012 年）（問 24）。

挙げている⁴⁶。また、「当該取締役が当該公開買付けの成立に対して個人的な利益に基づくインセンティブを持ち得る場合には、利益の供与に該当するものと考えられ」との見解を示している。このような見解及び報酬に関する断基準からは、(b) 要素が懸念され得るという理由から、公開買付におけるインセンティブ報酬等及びプレミアムの付与は基本的に禁じられると判断される傾向が強いのではないと思われる。しかし、支配権プレミアムの支払いは、会社経営の効率化を意図した支配権取得のための費用として正当化されるという (a) 要素を考慮すれば、公開買付時のインセンティブ報酬等の正当性に関しては、柔軟に判断されるべきではないかと考えられる。金融庁の上記見解では、当該報酬等が「当該株券等の対価としての性質を有する」場合は許容されないと示しているが、むしろ、対象会社取締役の保有株式に会社経営の効率化に寄与する報酬としてのプレミアムを付すことを許容し、インセンティブ報酬等の個別契約の正当性の問題ではなく、当該取締役の保有株式の買付価格に付された支配権プレミアムの正当性の問題として規制してはどうだろうか⁴⁷。そして、例えば公開買付届出書における「買付け等の価格」に関する開示事項で、当該取締役が会社経営の効率化に寄与することに対する報酬分が当該買付価格に考慮されていることを明示し、当該買付価格の算定根拠及び正当な支配権プレミアムの支払いに関する明確な情報を他株主に提示することとする。このように、当該取締役の保有株式の買付価格に付された支配権プレミアムの正当性を審査

46 例えば、従前の報酬と新たな「報酬」との相違；当該「報酬」が支払われる時期及び条件（公開買付けの成立のみを条件とするものか一定の業績の達成を条件とするものかなど。）；当該取締役による株券等の応募の有無が公開買付けの成否に与える影響の大小；当該「報酬」額の計算の基準及び根拠（当該取締役が応募する株券等の数を基準とするものであるかなど。）等を留意する必要があると示している（金融庁 Q&A・前掲注（45）（問 24））。

47 Best-Price Rule の 2006 年改正では、独立取締役で構成される報酬委員会が買収者及び対象会社取締役との個別契約を承認することで、その正当性が担保されることとされた（AMENDMENTS, 2006 WL 3103705, *supra* note 37.）が、我が国では独立取締役の制度が確立していないため、同様の規制方法を導入することはできず、買付価格とは別に個別契約の正当性を審査するという規制方法は困難であり、公開買付規制として株主保護に資する可能性が低いと思われる。

するという方法を採用することで、買付価格及び支配権プレミアムを統一的に規制することが可能になると思われ、かつ、買付価格に関する開示事項として必然的に他の株主に対する情報開示が求められるため、(b) 要素が解消されると考えられる。

VI おわりに

本稿では、支配権プレミアム及び株主間の買付価格の均一性規制における交錯点を検討し、対象会社取締役の保有株式の買付価格に支配権プレミアムが付与され得るとの考えを提案した。但し、公開買付の当事者となる会社関係の形態によっては、対象会社取締役の買付価格に支配権プレミアムを付することが許容されるかを判断する際に、当該取締役が公開買付後の会社経営に携わるか否か、正当な支配権プレミアムとして見なされる報酬が生じるか否かについてより慎重な検討が必要となる場合があると考えられる⁴⁸。買付価格に付される支配権プレミアムの正当性の判断に影響し得る、このような他の考慮要素に関して、今後の検討課題としたい。

48 例えば、親子上場会社間で公開買付が行われる場合が挙げられる。